

图4-1 基差修复图

正是基于上述因素的考虑，每当基差拉大时，就存在投机的空间，因为基差在未来必定会得以修复。所谓投机正是需要发现事物的不合理性，赚取的是基差从不合理状态修复到合理状态这个过程的收益。然而，基差的修复有两个方向，一个是期货向现货修复，另一个是现货向期货修复。所以，当交易者发现某个商品基差被拉大到不合理的状态时，还需要进一步分析和判断未来基差修复的方向。

库存：交易者必须关注的一个因素

在现货市场上，商品的价格取决于供需的力量。按照传统的经济学规律，在其他条件不变的情况下，供不应求，价格上涨；供过于求，价格下跌。所以交易者可以通过判断现货市场上供需的关系，来判断未来现货价格的走势。然而，你会发现，供给的数据往往相对容易获得，而需求的数据则永远是个谜，但这并不影响我们对供需关系的判断。

我们可以选择化繁为简，因为供需相互作用的结果体现在库存上，通过库存的高低来判断现货市场上供需的相对强弱。库存高，可以理解为现货市场上供过于求，现货价格易跌难涨；库存低，可以理解为现货市场上供不应求，现货价格易涨难跌。

当某个商品期货高升水且高库存时，我们通过高库存判断现货市场供过于求，未来现货价格易跌难涨，期货高升水说明期货的价格远高于现货价格，由于交割制度的约束，未来基差必定进行修复，这样我们可以判断出未来期货下跌向现货修复的概率比较大。反之，当某个商品期货深贴水且低库存时，我们通过低库存判断现货市场供不应求，未来现货价格易涨难跌，期货深贴水说明期货价格远低于现货价格，而基差最终需要修复，那么未来期货上涨向现货修复的概率就比较大，如图4-2所示。

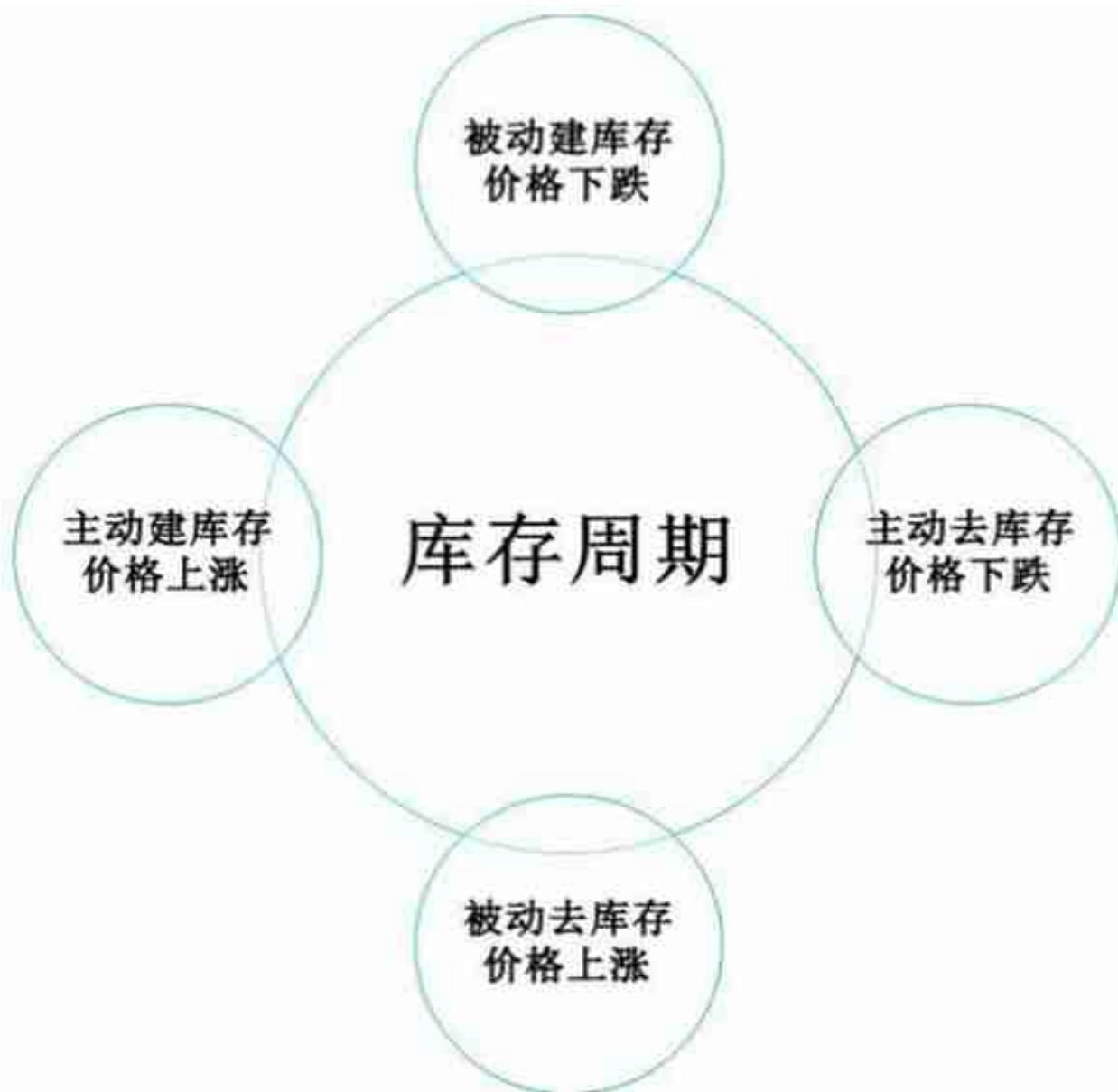


图4-3 工业品的库存周期

被动去库存过程中的价格上涨阶段：当整个产业陷入低迷状态时，供需两端都很薄弱，突然需求开始启动，采购开始增加，这个时候需求从终端用户需要向零售商到

经销商再到厂商进行传导，存在一定的时滞，此时需求的增加，带来了现货价格的上涨，而厂商没有能够及时扩大生产，经销商也没有主动补库存，这个时候库存是在不断消耗下降的，从图 4-4 中不难看出，在这一过程中供给是在减少的，价格是在上涨的。

主动建库存过程中的价格上涨阶段：当经销商和厂商发现下游需求增加的时候，会逐渐扩大生产，同时提高产品价格，经销商也会积极建库存，下游需求端预期未来产品价格会继续上涨，所以会加速采购，需求增加，供需两端发力，产品价格继续上涨，库存同时累积，这就是库存重建过程中的上涨，如图4-5所示。

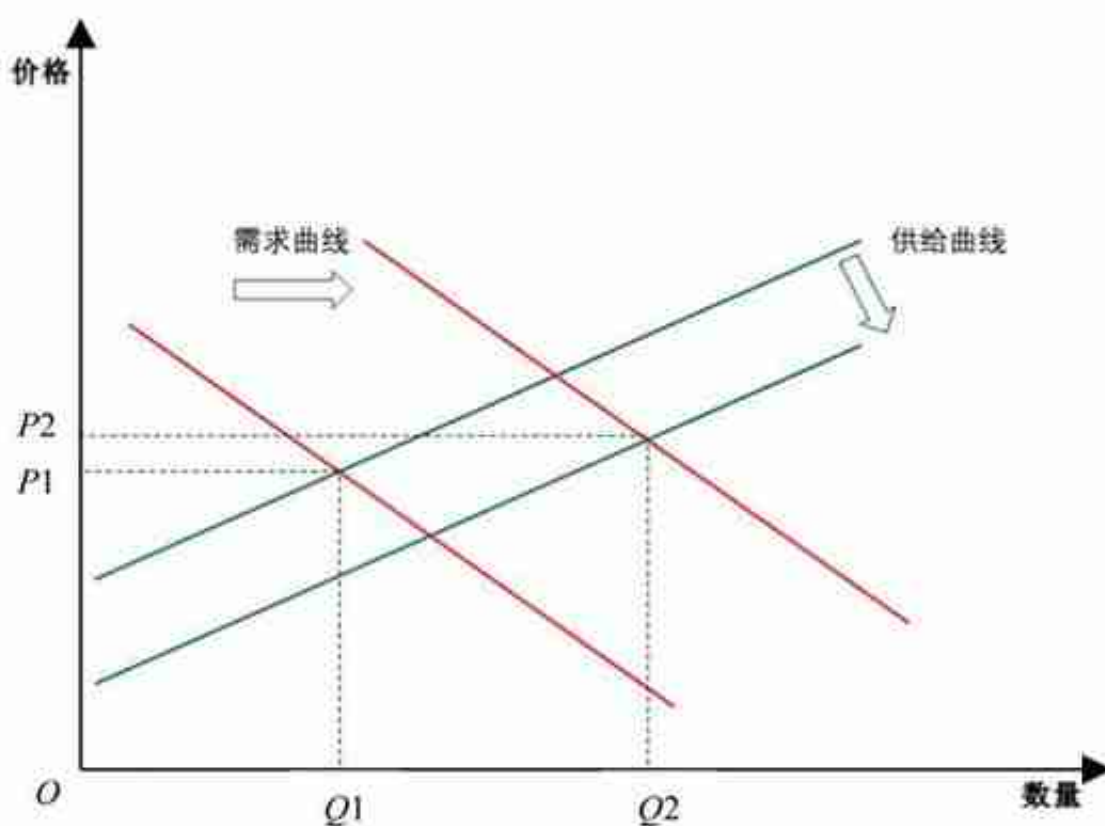


图4-5 主动建库存过程中的价格上涨

被动建库存过程中的价格下跌阶段：当商品价格过高、市场上库存也较多时，需求端由于前期备货充足，开始减少采购，需求下降，价格下跌，而传导时滞的存在，导致厂商还在加大生产，经销商也在备货，这个时候库存还在继续累积，在此过程中，需求下降，供给增加，价格下跌，如图 4-6所示。

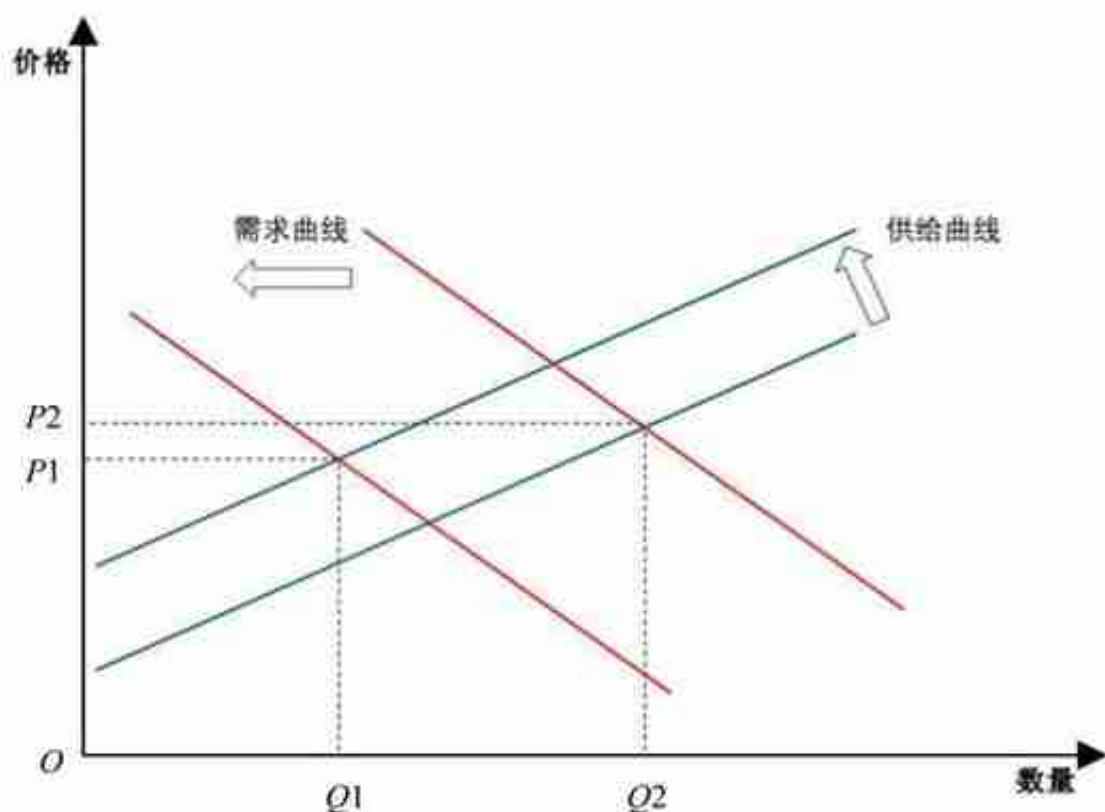


图4-7 主动去库存过程中的价格下跌

在整个工业品的库存周期中，库存重建过程中的上涨以及去库存过程中的下跌是两个主要的阶段，这两个阶段是由供应者根据需求的变化主动进行生产调节的。为什么会出现库存重建过程中的上涨与去库存过程中的下跌呢？这是因为，当市场价格开始下跌时，资金是矛盾的主要方面，经销商将商品资源转化为资金，而终端用户则延缓资金采购商品资源的进程，所以库存下降的同时，价格随之快速下跌。相反，当市场价格上涨时，商品资源是市场的主要矛盾，经销商急于将资金转化为商品资源，而终端用户则将资金用来采购货源，从而形成库存量上升的同时，价格快速上涨。

利润是一个产业的底牌

既然从静态和动态两个角度来分析库存与价格之间的关系，我们无法单纯根据高库存来判断现货价格一定下跌。这个时候，产业利润可以帮助我们解决这个问题。经济学原理告诉我们供求关系决定价格，同理，价格反过来也会影响供求关系。当价格上涨时，产业利润增加，厂商会扩大生产，供应增加，最后供过于求，价格下跌，厂商会减少生产，供应减少，最后供不应求，价格再次上涨，如图4-8所示。

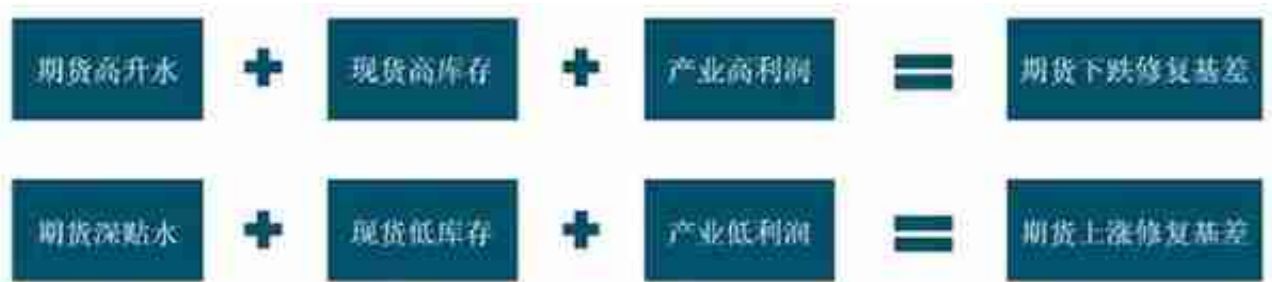


图4-9 利用库存和产业利润判断基差修复方向

在上述的分析过程中，我们利用了经济学的知识，经过严谨的逻辑推导得出了上面的结论。然而，需要注意的是，交易的本质是概率的游戏，我们的分析结果只是得到一个大概率事件，并不能够完全避免小概率事件。在进行期货交易过程中，交易者时刻需要以盘面为主，保持概率思维。利用库存和利润只是来判断未来现货价格的变化方向，而现货市场上价格的变动才是最终的证实或证伪。

时间因素在交易过程中的重要作用

现货通常只有商品属性，期货与现货不同，它不仅有商品属性，同时具有金融属性。期货的价格看似随机变化，实际上随机变化的价格中有相对稳定的特征，金融属性往往会加剧期货价格的随机波动，而商品属性通常会使得期货价格趋于稳定。由于金融属性的存在，交易者的投机行为会加剧期货价格的波动性，有时候会让期货价格显得极不合理，而商品属性则可以回归到供求决定价格的角度，使得期货价格趋于理性。

一个期货合约从诞生开始，就同时具备了金融属性和商品属性。在离交割日较远时，金融属性的作用往往会大于商品属性，因此价格波动相对剧烈，甚至不合理。在离交割日较近时，商品属性的作用会大于金融属性，因此价格通常会趋于稳定，符合供求规律。到合约退市时，期货交割变成现货，只具备商品属性，如图4-10所示。

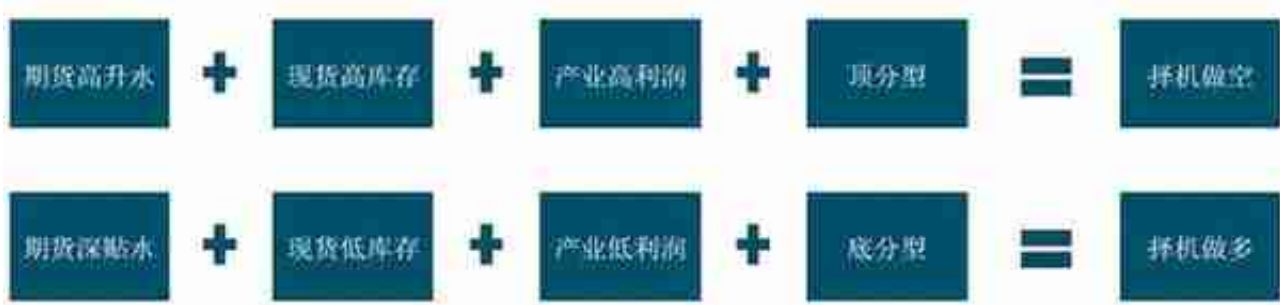


图4-11 一套完整的交易体系

不要把鸡蛋放在一个篮子里

资金管理依然是老生常谈的话题，主要分为头寸规模管理与风险管理。由于本书介绍的是一套波段交易系统，所以持仓比例无法做到像日内交易那样高。从整体仓位控制来看，单边持仓的比例不要超过 40%，对冲持仓比例不要超过 50%。这个比例相对适中，因为比例太低的话，资金的使用效率便不高；比例太高的话，交易者的心态往往会受影响。

从单品种持仓来看，对单个品种持仓比例不要超过 20%。从仓位分配来看，整个期货分为黑色、有色、化工、农产品四大板块。假设权重相等，均为 25%，那么按照你整体仓控的限制，如果是单向开仓的话，每个板块品种的持仓比例不要超过10%，如图4-12所示。如果相应板块没有合适的品种机会，那么权重自动调整。假设你只做黑色、有色、化工三个板块，那么每个板块权重约是 33%，你单边开仓的话，每个板块的品种持仓比例不超过13.2%。

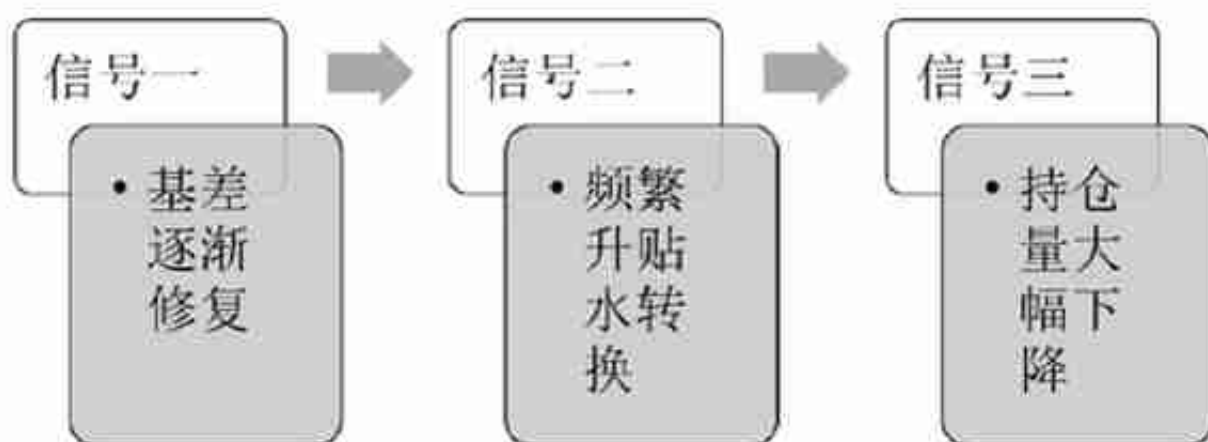


图4-13 平仓离场的三个信号

信号一、当价格处于高位或低位、基差接近修复时，平仓离场。

当某个品种出现高库存、期货大幅升水且价格较高的情况时，在邻近交割的 2 个月内，交易者可以利用顶分型作为入场做空，这时，如果判断是正确的，那么现货会下跌，而期货会下跌更多一些来修复基差，当期货价格下跌到与现货接近水平时，基本上行情就要进入尾声甚至反转了，这是因为最小阻力的方向发生了改变。

当基差的安全边际^[4]

消失了，高价格的抑制需求变成了低价格的促进需求，库存也会被消耗一部分，从

而导致库存降低。之前是库存驱动向下，价格驱动向下，而现在是价格驱动向上，库存驱动向下的力量减小了，二者驱动方向相反。交易者无法判断价格与库存哪个驱动力量更强一些，所以没有了判断方向的概率优势，这时需要平仓兑现利润。

信号二、当价格处于高位或低位、基差频繁升贴水转换时，平仓离场。

当价格处于高位或低位，日内频繁实现基差的升贴水转换时，行情通常会进入尾声甚至反转阶段。需要注意的是，期货和现货是不可能完全平水的，因为涉及交割费用以及持仓成本在里面，所以只能说是期货与现货接近平水，价差在合理范围之内时，交易者就该选择平仓离场了。

信号三、当价格处于高位或低位、持仓量大幅下降时，平仓离场。

期货交易圈中有一句非常有趣的话：“你开仓买入的每一笔单子，都是别人卖给你的，你们两人相视一笑，互道一声：“你好！”这句话看似很有趣，其实有深刻的道理在里面：期货交易需要有对手盘，如果没有对手盘的话，你的单子便无法成交。

正所谓多头不死，空头不止。当多空双方发生激烈较量时，合约的持仓量不断加大，假设空头占主导优势，商品期货的价格重心会不断下移，到了比较低的价位，持仓量大幅减少时，期货价格进一步快速下跌。这说明多头已经认赔出局，斩仓离场，所以持仓量大幅下降，多头减仓就相当于空头加仓，所以期货价格会继续下跌。

由于期货交易需要有对手盘，多头已死，空头获利巨大，这个时候就会出现空头平仓离场来兑现利润，此时，持仓量会进一步降低，而期货的价格快速上涨，容易出现空杀空的踩踏行情。所以，价格处于高位或低位，持仓量大幅下降时行情基本上已经进入尾声甚至反转了。

所以，当交易者的持仓遇到上述三种情况时，需要格外小心，要逐渐平仓离场、兑换利润，不要妄想获得更多的利润。因为对你来说，你几乎已经赚到了交易系统之内最大的收益了。

此外，在交易过程中一切以盘面走势为主，当你的持仓已经获得很多利润，但并没有出现上述三种信号中的任何一种，而盘面却出现了明显相反的走势时，你也需要选择平仓离场。因为我们希望的是让利润奔跑，而不是让利润逃跑。

[1] 比尔·邓恩是著名的趋势交易大师，他是一名纯粹的趋势追踪交易者，有人形容

邓恩资产管理公司的基金曲线图就像是骑在一头疯牛身上的感觉，来赞扬他对趋势交易的把握。

[2] 比尔·威廉姆在《证券混沌操作法》中将混沌理论的思想运用到了证券投资领域，受到了众多交易者的肯定，从而使越来越多的交易者采用了混沌理论的思想。

[3] 缠论是根据“缠中说禅”博客中的文章整理而来的，在当时的股票领域受到了交易者的热捧，被称为中国最牛的技术分析理论，至今仍然有很多缠论交易者。

[4] 安全边际的理念最初是由格雷厄姆提出来的，而后被他的学生巴菲特发扬光大。在期货交易中，做多时，如果期货贴水于现货，正的基差就是安全边际；做空时，如果期货升水于现货，负的基差就是安全边际。